

Julio 2022

# Informe trimestral

## Foco en inversiones de calidad a falta de claridad en el ciclo económico

Los mercados han experimentado fuertes recortes en el segundo trimestre al comprobar que el conflicto bélico y sus consecuencias se prolongan en el tiempo y se incrementa el coste para la economía global en términos de inflación y desaceleración.

Consideramos que la volatilidad e incertidumbre se mantendrán elevadas hasta que no se produzca un punto de inflexión en la evolución de la inflación. Hasta entonces, los inversores se cuestionarán si el sesgo restrictivo en los tipos de interés que han aplicado los bancos centrales es suficiente para controlar la inflación. Existe el riesgo de que el control de la inflación aboque a las autoridades monetarias, con sus actuaciones, a restringir aún más el crecimiento. La credibilidad de los bancos centrales está en juego y son numerosos los dilemas a los que se enfrentan en su función de reacción y comunicación con el mercado.

Mientras se mantengan las actuales dudas sobre tipos de interés y crecimiento es recomendable ser selectivo en las posiciones de riesgo en las carteras, con inversiones centradas en emisores de calidad en crédito (ratings elevados) y renta variable (márgenes sostenibles, capacidad de generación de caja y dividendos recurrentes). Seguirá siendo clave la diversificación en activos reales (materias primas, inmobiliario en directo...), mercados privados, estructurados con protección de capital y estrategias con enfoque en retorno absoluto.

# Mensajes clave 3T 2022

## Credibilidad en juego de los bancos centrales

Los mercados de renta fija han realizado un profundo ajuste para incorporar el cambio de rumbo de la política monetaria. Sin embargo, los datos de inflación siguen sorprendiendo de forma negativa y ello está introduciendo un nuevo factor de incertidumbre: el mercado se pregunta sobre el nivel de demanda que es necesario moderar para equilibrar las tensiones de precios. Consideramos que los datos de inflación podrían mejorar a partir del cuarto trimestre al corregirse los principales efectos de base, pero este escenario tiene puntos de fragilidad que pueden llevar a un escenario de subidas de tipos de interés más allá de lo estimado por el mercado. Los bancos centrales se juegan su credibilidad en este entorno complejo al enfrentarse a dilemas a la hora de cumplir objetivos conflictivos.

## Fisuras en el panorama de crecimiento

El deterioro de los indicadores adelantados empieza a ser generalizado y los elevados niveles de crecimiento esperados a principio de año empiezan a diluirse hasta niveles que abren el debate de una potencial recesión en los próximos doce meses. La continuidad del ciclo económico de crecimiento va a depender en buena medida del nivel de tensionamiento monetario y del alcance del deterioro en la confianza de consumidores y empresarios. Analizamos varios focos de fragilidad que podrían desencadenar un escenario de mayor desaceleración económica: desabastecimiento energético en Europa, condiciones financieras tensionadas y estancamiento legislativo (*gridlock*) en Estados Unidos, y crisis del mercado inmobiliario en China.

## Sesgo defensivo y diversificación

La inflación al alza implica un reto mayúsculo al afectar de forma negativa tanto a bonos como a acciones. La gestión del riesgo es clave en este entorno de incertidumbre macro y geopolítica hasta que se aclaren las dudas sobre tipos de interés y crecimiento. Nuestra preferencia son carteras con presupuesto de riesgo ajustado, diversificación en activos reales (materias primas y sector inmobiliario en directo) y alternativos, enfoque en calidad de balance y en dividendos en la selección de compañías, gestión del riesgo vía estructurados y mandatos de retorno absoluto.

## 1.1 Riesgo al alza en los tipos de interés

El conflicto de Ucrania ha supuesto un *shock* geopolítico y económico de primer orden y los analistas e inversores todavía estamos calibrando la magnitud de todas sus repercusiones en el corto, medio y largo plazo. En el corto plazo no se vislumbra un acuerdo y las posiciones se enquistan. Adicionalmente, las sanciones impuestas por los países occidentales a Rusia se van ampliando y sus efectos en los flujos comerciales y en el mundo corporativo van repercutiendo en la economía global. Al mismo tiempo, las cadenas de suministro globales han sufrido un tensionamiento adicional debido a nuevos confinamientos en China. El **contexto geopolítico y económico es de máxima incertidumbre** y ello se ha traducido en un creciente grado de nerviosismo en unos mercados que han corregido con fuerza en el primer semestre del ejercicio.

En el presente informe resumimos los cambios que se están produciendo en las principales variables económicas y financieras para intentar desgranar las implicaciones en términos de sugerencias de inversión. Profundizamos en este primer capítulo en **las implicaciones para la estabilidad de precios y los tipos de interés**, para pasar a comentar en el segundo capítulo las **repercusiones en términos de desaceleración económica**. En el último apartado explicamos el impacto de estas dos variables en los mercados financieros y cómo componer las carteras de inversión en este entorno.

La primera derivada del conflicto en términos económicos ha sido el **extraordinario repunte de la inflación** y el consecuente **cambio de dirección en la política monetaria** de la gran mayoría de bancos centrales. Como se observa en el gráfico inferior, tanto la Reserva Federal, como el Banco de Inglaterra y el BCE han iniciado (o anunciado) el proceso de alza de tipos de interés. Los mensajes de los responsables de política monetaria han logrado que el mercado ajuste las curvas de tipos de interés y que se asuma que las medidas ultraexpansivas (QE y tipos de interés reales negativos) han de ser corregidas. El crecimiento económico en los últimos quince años ha contado con el viento a favor de un nivel de tipos de interés por debajo del nivel de neutralidad (que se estima en el entorno del 3% para la economía americana y del 2% para la zona Euro y el Reino Unido). **Los agentes económicos observan con preocupación cómo las curvas de tipos de interés empiezan a ponderar la probabilidad de que el proceso de subidas tenga que avanzar en terreno restrictivo más allá de la neutralidad para frenar el incremento de las expectativas de inflación.**

El conflicto bélico se enquista y con ello disminuye la probabilidad de que sus efectos económicos sean transitorios

El mercado asume que la inflación no es temporal y que neutralizar los tipos de interés no es suficiente

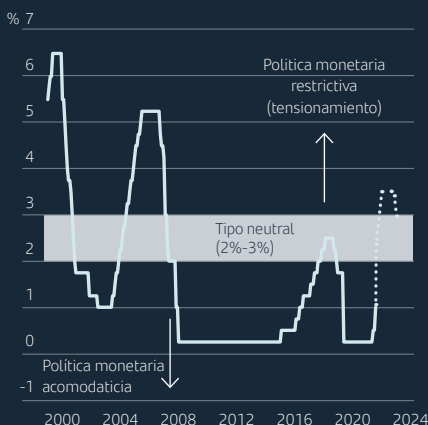
El ajuste de los tipos de interés a niveles restrictivos para el crecimiento está siendo muy rápido

**La inflación obliga a los bancos centrales a subir sus tasas de referencia por encima del tipo neutral para moderar el exceso de demanda y controlar los precios**

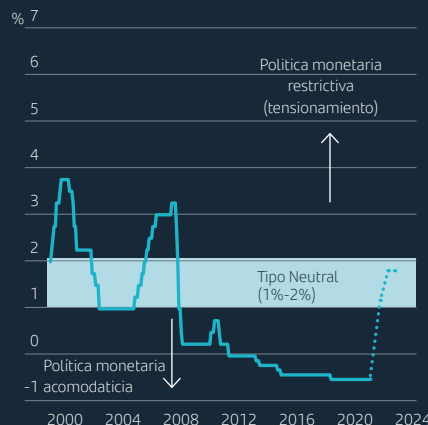
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 30/06/2022

La política monetaria se estima que se sitúe en terreno restrictivo por primera vez desde la Gran Crisis Financiera de 2008

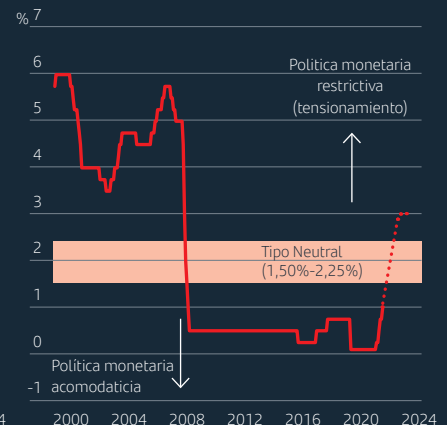
Reserva Federal de Estados Unidos 



Banco Central Europeo 



Banco de Inglaterra 



## 1.2 Esperando el máximo de la inflación

En el actual proceso de **normalización de los tipos de interés**, los bancos centrales han **concluido la fase de comunicación e iniciado la neutralización de las políticas expansivas** (subida de tipos de interés a zona de neutralidad y retirada de los programas de compras de bonos). Este ajuste de las expectativas de tipos de interés ha sido uno de los más rápidos de la historia con el consiguiente impacto en volatilidad y recortes en los precios de los bonos. La clave de las decisiones de política monetaria en los próximos meses va a venir determinada por el comportamiento de la inflación. **Si persisten las presiones de precios, los bancos centrales no tendrán más remedio que continuar con el tensionamiento monetario para situar los tipos de interés en niveles por encima de la neutralidad con el objetivo de restringir los niveles de demanda.**

La reciente subida de tipos de interés de la Fed por un importe mayor (+0,75%) al previsto deja claro que su voluntad es situar los tipos de interés en terreno restrictivo en los próximos meses. El Banco Central Europeo (BCE) también ha movido ficha y recientemente Lagarde ha preanunciado subidas de tipos en julio y en septiembre. El BCE está dando los pasos necesarios para abandonar los tipos de interés negativos a finales del 3T22 y es de esperar que vengan más subidas hasta llegar a zona de neutralidad (rango del 1%-1,5%). La **prioridad para los bancos centrales está ahora en controlar la inflación.**

Pero controlar la inflación en el contexto actual es muy complejo. **El actual episodio inflacionista tiene muchos factores no recurrentes** (nuevos confinamientos en China, exceso de estímulos monetarios y fiscales, las consecuencias de la guerra en Ucrania, la transición energética, etc.) que afectan a una economía con escaso margen de maniobra (modelos de fabricación globalizados "just in time", escasa capacidad excedentaria en muchas materias primas...). **La inflación podría tocar máximos en los próximos meses** pero habrá que estar atentos a la evolución de los precios de la energía y de la inflación en servicios. Mientras tanto, como se observa en los gráficos inferiores, los datos de inflación de mayo obligan a los bancos centrales a seguir con su agresivo ajuste monetario.

La Fed está acelerando el ritmo de subidas de tipos de interés para situarlos a medio plazo en territorio restrictivo

La Reserva Federal no había subido 75 pb en una sola reunión desde 1994

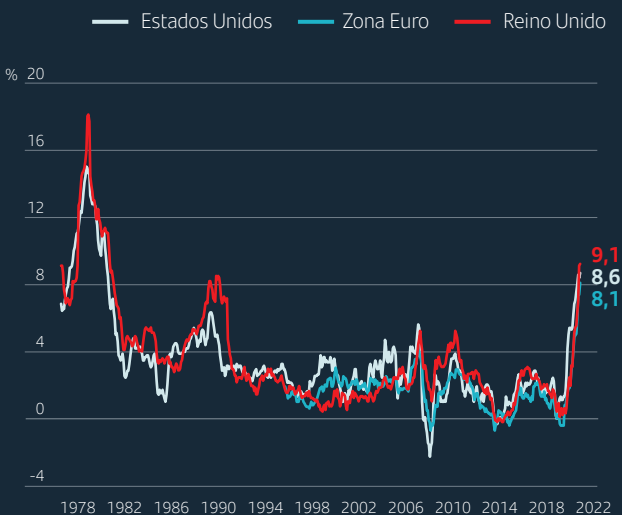
El pico de inflación se posterga, dejando sin margen de maniobra a la política monetaria

### Los niveles de inflación y su tendencia reciente exigen medidas de política monetaria restrictiva

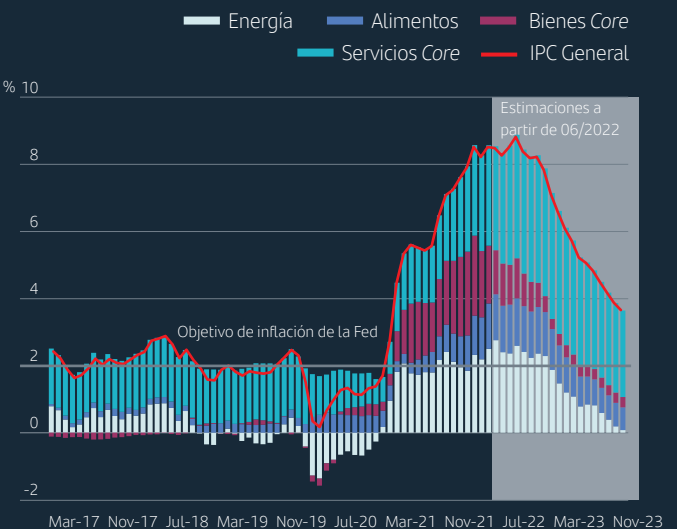
Fuente: Bloomberg y estimaciones de Santander Asset Management. Datos a 31/05/2022

Los próximos meses son clave para determinar el punto de inflexión en la inflación

Índice de Precios al Consumidor (IPC) General



Contribución de los diferentes componentes al IPC de Estados Unidos



## 1.3 Efectos de segunda ronda en salarios

Como se observa en el gráfico inferior, la inflación en anteriores décadas se ha situado persistentemente por debajo del objetivo oficial del 2% que tanto la Fed como el BCE tienen como referencia en estabilidad de precios. Esto fue especialmente evidente durante los mandatos de Draghi y Yellen en la década posterior a la Crisis Financiera Global, cuando las tendencias deflacionarias implicaron un *gap* del -2% en Estados Unidos y del -8% en la zona Euro. La vigorosa recuperación de la demanda después de los confinamientos, los generosos programas de ayudas fiscales y los problemas de suministro de materias primas han provocado que la inflación acumulada durante los actuales mandatos de Powell y Lagarde supere ampliamente el ritmo tendencial del 2%. El brusco repunte de la inflación tras el conflicto de Ucrania ha agotado el margen de seguridad que permitía a los bancos centrales volcarse en políticas expansivas. La clave va a residir en el grado en que los focos de tensionamiento de precios se trasladen a la economía en general y al mercado laboral en especial. **Toda la atención está en la evolución de los salarios y de la inflación subyacente.**

La inflación ya está permeando a los bienes no básicos y los servicios, afectando de forma no idéntica a distintas geografías en función de sus características y políticas. **El principal problema radica en que estas dinámicas inflacionarias están ocurriendo en un mercado laboral muy ajustado que ya evidenciaba tensiones en salarios por la escasez de mano de obra activa.** Los niveles de desempleo están en mínimos históricos en buena parte de las economías desarrolladas y en especial en Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido. El incremento de la masa salarial en Estados Unidos es de un 5,2% y va a ser complicado que se modere esta presión mientras la inflación sea superior y haya una oferta tan elevada de puestos sin cubrir. En la actualidad, existe una ratio de vacantes abiertas de puestos de trabajos del 7% (máximo histórico) que casi duplica una ratio de desempleo del 3,6% (mínimo desde la década de los 60). El Reino Unido es otro ejemplo de economía donde el mercado laboral está muy ajustado. El nivel de desempleo ha descendido hasta el 3,7% (el más bajo desde 1974) y el número de vacantes supera los niveles de desempleo por primera vez en la historia. **Los bancos centrales van a prestar mucha atención a los efectos de segunda ronda de la inflación en el mercado laboral.**

El margen de maniobra en clave de estabilidad de precios ha desaparecido

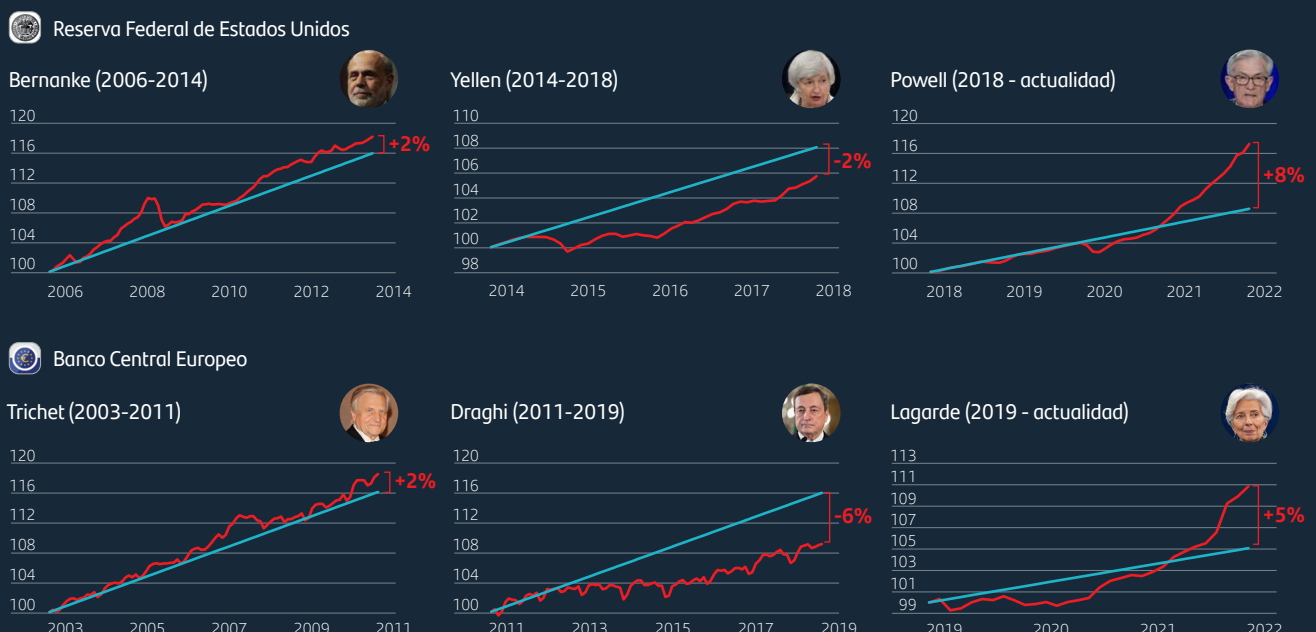
Cualquier desviación adicional al alza de los niveles de precios encontraría respuesta en un mayor grado de tensionamiento monetario

Los reducidos niveles de desempleo amenazan con que se produzca un traslado de la inflación a los salarios

### El diferencial de inflación respecto al objetivo del 2% se está ampliando

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 31/05/2022

Tanto Powell como Lagarde corren el riesgo de perder credibilidad en su mandato



## 1.4 Frágil credibilidad de los BCs\*

Las decisiones de política monetaria a ambos lados del Atlántico son cada vez más complejas, ya que el manual de procedimientos de los bancos centrales de las décadas anteriores no aplica a la situación económica actual. La sensibilidad de los mercados a la subida de los tipos de interés y a las sorpresas en materia de precios es extremadamente alta como resultado del prolongado periodo pretérito de baja inflación y de política monetaria acomodaticia. Las autoridades monetarias se enfrentan al riesgo de estancamiento y, siendo tan elevada la brecha entre inflación real y su objetivo, **será necesario sacrificar crecimiento en aras de mayor estabilidad de precios.**

La Reserva Federal endurecería su política monetaria de forma decisiva hasta lograr una moderación de la demanda y reducir el tensionamiento del mercado laboral. La Fed debe explicar todo esto abiertamente y reconstruir la credibilidad llevando la política monetaria a un entorno algo restrictivo. Si no lo hace, la alta inflación persistiría y las expectativas de inflación subirían, dando lugar a que una recesión más profunda se convierta en el único camino viable hacia la estabilidad de precios. **La clave va a estar en que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a partir de 2023.** El gráfico inferior izquierdo muestra la tendencia preocupante de las expectativas de inflación a 2 años en Estados Unidos. Mientras esas expectativas se acerquen al 4% (duplicando el nivel objetivo del 2% de la Fed), la política monetaria debe tornar en restrictiva si la autoridad monetaria quiere preservar sus credenciales como garante de la estabilidad de precios.

El BCE se enfrenta a un dilema aún más difícil debido al efecto colateral del cambio de rumbo en política monetaria en el coste de financiación de los países más endeudados. Las finanzas de estos gobiernos se verán presionadas tanto por la subida de los tipos como por el aumento de las primas de riesgo. El gráfico inferior derecho muestra el **incremento de los diferenciales entre los tipos de interés de financiación del gobierno de Alemania y los de las economías periféricas del sur de Europa.** El BCE ha tratado de atajar los temores de que la zona Euro esté a punto de sufrir otra crisis de deuda, afirmando que trabaja sobre una nueva herramienta para contrarrestar los efectos de las retiradas de estímulos. La credibilidad del BCE está en juego a la hora de tomar decisiones que conjuguen la restricción monetaria con la estabilidad financiera evitando el riesgo de fragmentación.

Los bancos centrales se enfrentan a un difícil equilibrio entre crecimiento y estabilidad de precios, estando su credibilidad en juego

La Reserva Federal es consciente de la necesidad de sacrificar crecimiento en aras de conseguir mayor estabilidad de precios

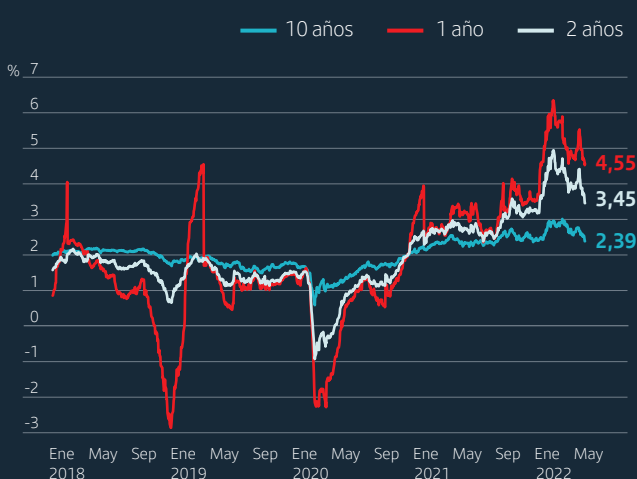
El BCE debe conjugar los riesgos de fragmentación para evitar una crisis de deuda periférica con la necesidad de frenar el repunte de la inflación

### Tanto la Fed como el BCE se enfrentan a importantes dilemas en sus decisiones de política monetaria

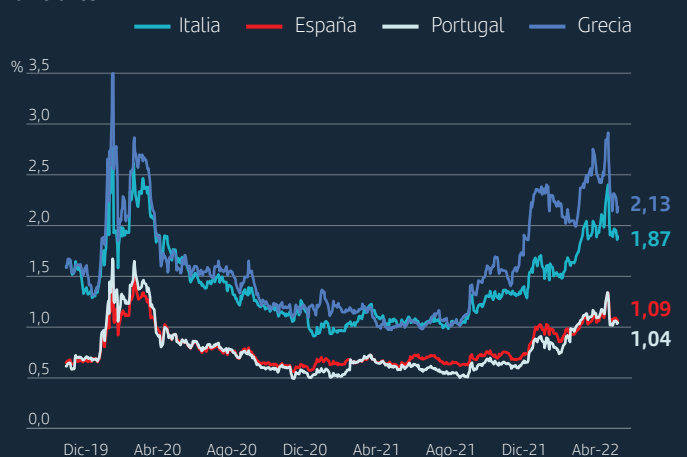
Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2022

#### Variables clave: expectativas de inflación y diferenciales de crédito soberano

Expectativas de inflación a 1, 2 y 10 años en Estados Unidos



Diferencial de los bonos de gobiernos periféricos frente al bono alemán a 10 años



\* BCs: Bancos Centrales.

## 2.1 Probabilidades al alza de recesión

Las proyecciones de crecimiento económico a nivel global están siendo revisadas de forma continua a medida que se acumulan los factores que propician la desaceleración. El ejercicio 2022 comenzó con un fuerte impulso de crecimiento, condiciones financieras muy favorables, un consumo soportado por un mercado laboral en expansión y la recuperación del gasto en servicios. Pero **el shock geopolítico, inflacionario y monetario está pasando factura al crecimiento económico, y el margen de maniobra para que se mantenga el ciclo de expansión se ha reducido de manera notable.**

El **área geográfica que está siendo más afectada por la desaceleración es Europa**, dada su proximidad al conflicto bélico y el impacto económico de las sanciones. Europa partía con unas expectativas de crecimiento muy favorables a principios de año, en el entorno del 4,0%, que han sido revisadas de forma abrupta (el consenso de economistas de Bloomberg ya sólo espera un crecimiento del 2,8%) y son aún **vulnerables a dos potenciales impactos adversos: un embargo energético y un incremento de las primas de riesgo de las economías del sur de Europa.**

El **principal riesgo potencial para las proyecciones es que todas las exportaciones de energía de Rusia a Europa podrían cesar por completo.** El impacto de tal choque es difícil de cuantificar, pero es claro que una interrupción repentina del suministro ruso y/o mayores embargos en un momento en que los niveles de existencias aún no se han recuperado y no hay posibilidades de cambiar rápidamente a fuentes de suministro alternativas, sería devastador para la economía y provocaría escasez de suministro. Según un estudio realizado por el Banco de España<sup>1</sup>, **en caso de embargo total en el suministro de energía por parte de Rusia, se produciría un retroceso del crecimiento en la Unión Europea entre el 2,5% y un 4,2% del PIB y un incremento de entre el 1,6% y un 2,7% en la tasa de inflación.**

Los precios del petróleo y del gas ejercen un efecto psicológico muy importante en los consumidores. A pesar de la fortaleza del mercado laboral, el **deterioro en la confianza del consumidor ha sido muy significativo**, como se aprecia en el gráfico inferior. Estos elevados niveles de pesimismo e incertidumbre pueden acelerar la desaceleración económica y trasladarse a decisiones por parte de los empresarios de postergar inversiones y reducir el nivel de empleo.

El ciclo económico de expansión global se enfrenta al doble reto de una desaceleración y un endurecimiento de las políticas monetarias

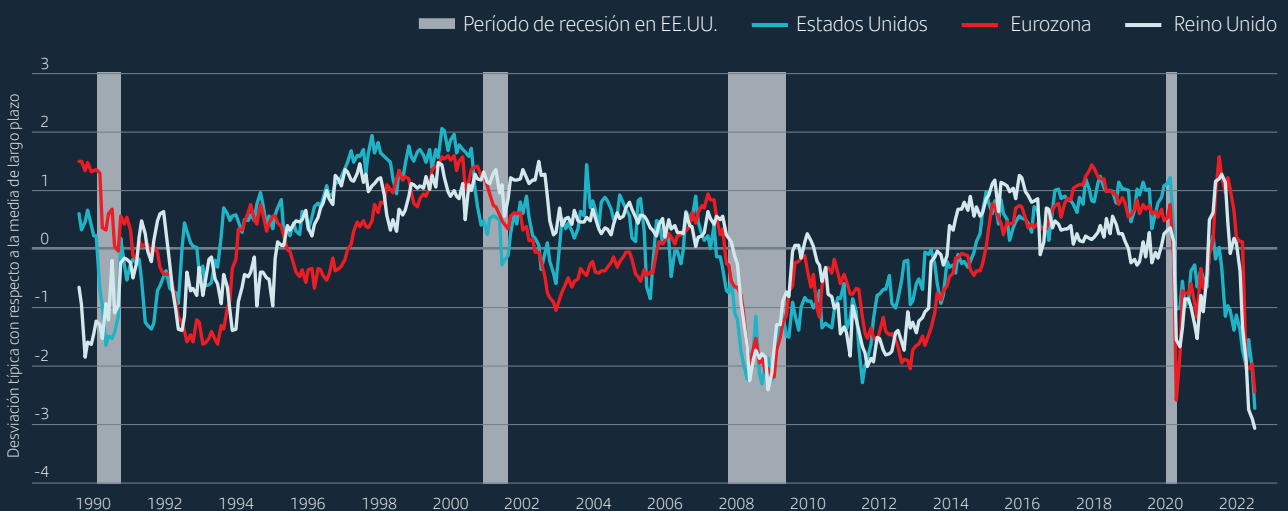
La expansión en Europa es aún más frágil por la espada de Damocles de la dependencia energética

El vertiginoso aumento del coste de la vida y la incertidumbre geopolítica y energética están teniendo un notable impacto en la confianza del consumidor

### El deterioro de la confianza del consumidor ha sorprendido por su rapidez y magnitud

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2022

La fragilidad del sentimiento es especialmente significativa en la zona Euro y el Reino Unido



1. Javier Quintana, Boletín Económico Banco de España: "Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea"

## 2.2 China se enfrenta a dos dilemas

La economía china experimentó un primer semestre complicado con el resurgimiento de la COVID, la incertidumbre regulatoria, las dificultades del mercado inmobiliario y la desaceleración económica global tras la invasión de Ucrania. **La política "cero Covid" que conlleva estrictos confinamientos está implicando un elevado coste en crecimiento y en descontento social.** Las implicaciones en el consumo son claras y **la confianza del consumidor no acaba de recuperarse ante el temor a nuevos confinamientos.** Tras dos años de estrictas medidas de contención de la COVID la confianza de los sectores empresarial y doméstico se ha hundido hasta niveles mínimos en años. Las medidas de relajación monetaria no han tenido hasta la fecha impacto en la demanda de crédito por parte del sector empresarial. **El crecimiento del crédito es el más lento desde 2015.**

En los gráficos inferiores podemos observar la tendencia decreciente en la actividad del sector inmobiliario (afectado por los cambios regulatorios) y en el dinamismo del consumo privado (impactado por los confinamientos). **El consenso de mercado espera un crecimiento del 4,3% para 2022 frente a una meta del gobierno del 5,5%.** El propio Gobierno chino estima que el impacto de los cierres recientes ha sido incluso mayor que el del año 2020.

A pesar de la importante desaceleración, **China cuenta con un factor diferencial respecto a otros países: el margen de maniobra a la hora de implementar medidas de estímulo monetario y fiscal.** A medida que se acerque la fecha de la celebración del vigésimo Congreso del Partido Comunista este otoño es muy probable que se apruebe un importante paquete de medidas que impulsen el crecimiento. El presidente Xi Jinping querrá presentarse con las mejores cartas a la reelección en el Congreso por cinco años más. La implementación del *Common Prosperity Plan* y su amplia gama de medidas regulatorias han situado el crecimiento económico en un segundo plano. No obstante, consideramos que los riesgos en China están más equilibrados al ser la única gran economía que puede implementar medidas expansivas en el corto plazo.

El Gobierno chino se enfrenta al doble dilema de mantener la política de "cero Covid" y la regulación del sector inmobiliario

El sector inmobiliario, motor de la economía en el pasado, sigue inmerso en una desaceleración de gran calado

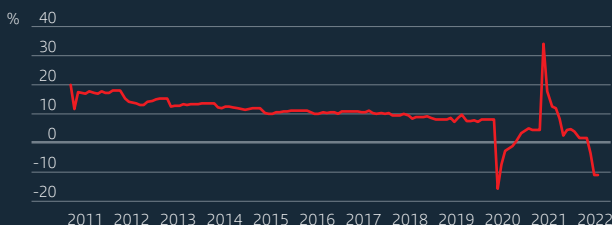
China tiene margen de maniobra para emprender medidas de estímulo fiscal y monetario, pero necesita actuar con urgencia para revitalizar a un sector privado cada vez más remiso a invertir

### China necesita reactivar su economía y se espera la aprobación de planes de estímulo de cara a la reelección de Xi Jinping

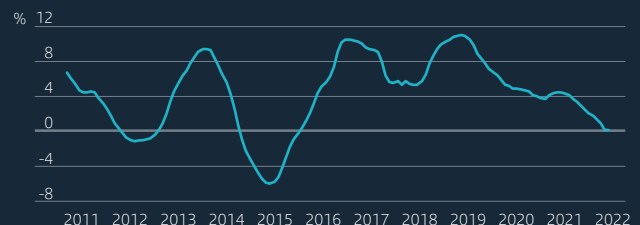
Fuente: Bloomberg. Datos a 31/05/2022

#### El sector inmobiliario, el consumo y el crédito reflejan las consecuencias de la política cero Covid

Ventas al por menor en China (variación interanual)



Precios de Edificios Comerciales Residenciales de Nueva Construcción (variación interanual)



Ventas de automóviles (variación interanual)



Ventas de edificios residenciales (variación interanual)





## 2.3 EE.UU. necesita enfriar su economía

La economía estadounidense no comparte la fragilidad energética de Europa ni los problemas del sector inmobiliario y sanitario de China, aunque tampoco está escapando de la desaceleración que está golpeando a casi todas las economías a nivel global. Las causas del deterioro en las expectativas de crecimiento tienen su origen principalmente en el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras. Como se observa en los gráficos inferiores, la caída de estas métricas suele augurar una desaceleración del crecimiento para los próximos trimestres. **Los inversores se preguntan si la Fed va a ser capaz de equilibrar las presiones inflacionistas con un coste moderado en términos de menor empleo y crecimiento: el anhelado "aterrizaje suave".**

Según las cifras oficiales, desde la década de 1950, de los doce grandes ciclos de endurecimiento anteriores, nueve terminaron en una recesión. Entre las excepciones, los tipos de interés subieron constantemente entre 1961 y 1966 sin llevar a recesión, aunque la inflación se redujo sólo temporalmente y la recesión acabó llegando en 1970. Quizás el aterrizaje suave más exitoso fue el de 1983-1984, aunque la economía venía de recuperarse de dos recesiones. **Las grandes diferencias con el actual episodio son: un mercado laboral excesivamente tensionado y unos niveles de inflación muy alejados del objetivo del 2%.** Cuanto mayor sea la desviación inicial de la inflación y el desempleo con respecto al objetivo, menores serán las probabilidades de un aterrizaje suave, y más tendrá que hacer la Fed para enfriar la economía, que en parte se ha recalentado debido a un gasto fiscal muy elevado postpandemia. En el futuro próximo, **las dificultades del Gobierno Biden para aprobar medidas legislativas y la previsible pérdida de control en el Congreso en las elecciones de noviembre reducen al mínimo la posibilidad de medidas fiscales de reactivación.**

**Los últimos datos económicos evidencian importantes moderaciones en sectores clave,** incrementándose así el escenario de desaceleración. Es muy representativo el parón que se está produciendo en el sector inmobiliario. También se evidencian fisuras en los datos de consumo privado, como se infiere del dato reciente de gasto en comercios minoristas, y ello está conllevando fuertes recortes en las proyecciones de crecimiento del segundo trimestre. Una de las previsiones más seguidas, el indicador GDPNow de la Reserva Federal de Atlanta, estima que el Producto Interior Bruto tendrá crecimiento cuasi nulo en la publicación de junio.

Un punto de debilidad del ciclo económico en Estados Unidos reside en la poca capacidad ociosa en el mercado laboral

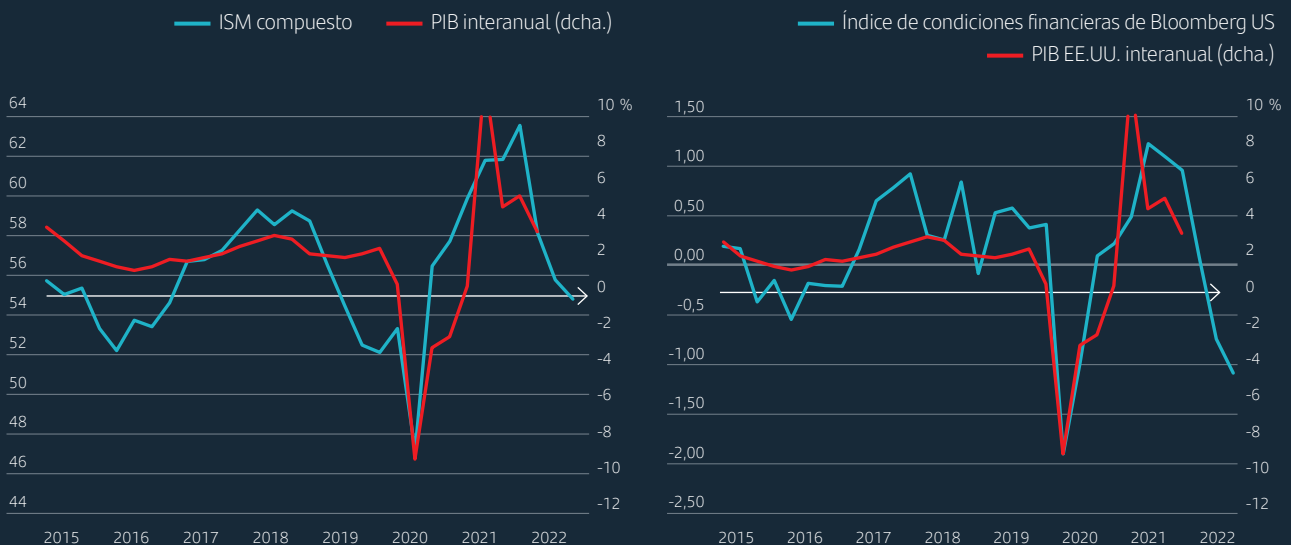
Históricamente la Fed no ha tenido resultados muy positivos a la hora de enfriar la economía sin provocar una recesión

Un factor de preocupación para los agentes económicos es la escasa probabilidad de que haya estímulos fiscales dada la creciente debilidad política del Ejecutivo presidido por Biden

### Los indicadores adelantados apuntan a una continuidad en el proceso de desaceleración

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 01/07/2022

#### El deterioro de las condiciones financieras terminaría por afectar al crecimiento económico



## 2.4 Atentos a los indicadores

Las proyecciones de crecimiento de economistas y de organismos internacionales aún sitúan a la economía mundial en la senda del crecimiento para 2022 y 2023. Sin embargo, la probabilidad de que se produzca una recesión en las principales economías en los próximos 12 a 18 meses se ha elevado y el panorama actual de crecimiento es de una acusada fragilidad. Sin todavía estimar que el escenario de recesión sea inevitable, vemos oportuno estrechar la vigilancia sobre algunos indicadores adelantados para detectar un incremento en las señales de desaceleración.

En la tabla inferior hemos resumido algunos de los indicadores más relevantes. En los mercados de renta fija los analistas prestan mucha atención a la pendiente entre tipos cortos y largos, y al diferencial de crédito. Cuando la pendiente de la curva se aplanan e invierte (como ocurrió de forma breve en abril) suele indicar que el endurecimiento de las políticas monetarias (subida de los tipos en el tramo corto de la curva) va a provocar una desaceleración de calado que obligará al banco central a reducir los tipos a futuro (razón por la cual los tipos de interés a largo plazo son inferiores). La tendencia creciente de los diferenciales de crédito también es una señal negativa, pues el mayor coste de endeudamiento se puede trasladar a un incremento en las ratios de insolvencias. La lectura en mercados es muy negativa (volatilidad, condiciones financieras y sentimiento de inversor) mientras los indicadores de confianza son mixtos: positivos por parte del sector empresarial y negativos por parte del consumidor.

La fortaleza del crecimiento de empleo y la resiliencia de los márgenes y beneficios empresariales son los argumentos más citados por los analistas con una visión más constructiva del ciclo. De momento, la visión general de los indicadores no evidencia un deterioro irreversible en la marcha de la economía americana, que es la determinante en la evolución del ciclo económico mundial. Otro aspecto que es necesario mencionar es que no se perciben elevados desequilibrios en los sectores más cíclicos de la economía que hagan necesario un ajuste generalizado, por lo que de producirse una recesión no sería de una intensidad similar a la del boom tecnológico (exceso de inversión empresarial) o la de la crisis financiera (exceso de inversión residencial y esclerosis del crédito).

El consenso de analistas todavía apuesta por el ciclo de crecimiento, pero existen varios focos de fragilidad

Los indicadores más preocupantes son los emitidos por los mercados de renta fija (aplanamiento de la curva y diferenciales de crédito)

Los beneficios empresariales y la creación de empleo aún exhiben un tono positivo

### Los indicadores aún no dan señales de recesión claras, pero la tendencia es preocupante

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 30/06/2022

#### Los indicadores financieros y de tipos de interés son los que dan señales más negativas

	Indicador	Evolución en los últimos doce meses	Ultimo dato	Media 5 años	Comentario
Indicadores confianza	ISM Manufacturero		53	56,2	Todavía por encima del nivel crítico de 50 pero con tendencia claramente bajista
	Confianza del consumidor		66,4	99,0	El incremento del coste de la vida está impactando muy significativamente en la confianza del consumidor
Indicadores mercado laboral	Incremento salarios		5,2%	3,8%	El reducido desempleo condiciona que se traslade a salarios las subidas de expectativas de inflación
	Tasa de paro		3,6%	5,0%	Los datos de creación de empleo son todavía sólidos y se evidencia un mercado laboral muy estrecho
Indicadores financieros	Condiciones financieras Bloomberg		-1,08	0,31	La disponibilidad de crédito y la liquidez de los mercados se están empezando a deteriorar a medida que suben las expectativas de tipos de interés al alza
	Confianza inversor (Sentix)		-23	56	Los titulares sobre potencial de recesión y mercado bajista han hecho mella en la confianza de los inversores
Indicadores mercados renta fija	Pendiente curva (2-10 Años)		5,1	55	El aplanamiento de la curva refleja que el tensionamiento monetario empieza a deteriorar el panorama de crecimiento
	Diferencial crédito (puntos básicos)		236,04	218	El incremento de las probabilidades de recesión está presionando al alza los diferenciales de crédito
Indicadores renta variable	Crecimiento beneficios '22		10%	8%	Las empresas siguen dando señales de que pueden cumplir las expectativas de crecimiento esperadas por el mercado
	Índice de volatilidad		29,5	19,9	Los niveles de volatilidad reflejan un elevado grado de incertidumbre y el S&P500 ha corregido más del 20%.

Julio 2022

## 3.1 Entorno complejo para la inversión

La creciente inflación, el endurecimiento de la política monetaria y la inevitable desaceleración económica se están configurando como una tormenta perfecta, afectando a la práctica totalidad de mercados. En renta fija, es la primera vez en la historia reciente que se observan rendimientos negativos de gran calado en bonos gubernamentales de alta calidad crediticia: a mediados de junio un inversor en bonos del Tesoro de EE.UU. acumulaba una rentabilidad negativa del 10% desde inicios de año. Para los segmentos de renta fija de mayor riesgo (*high yield* o emergentes) no es inusual en momentos de elevada volatilidad experimentar caídas similares, pero este entorno de mercado está siendo especialmente dramático para los inversores de perfil más conservador, que son los menos acostumbrados a sufrir minusvalías de esta magnitud.

El aumento de los tipos de interés está en el núcleo de las correcciones, como demuestra el mayor castigo que han sufrido los bonos de larga duración y las acciones de crecimiento (la caída del Nasdaq es casi un 10% superior a la del S&P500). Las medidas de política monetaria ultraexpansivas (QE) que redujeron al mínimo los tipos de interés de largo plazo propulsaron la valoración de los activos con flujos de caja lejanos y son éstos los que ahora están sufriendo el efecto contrario al descontarse esos cupones y dividendos lejanos a mayores tasas. Consideramos que el riesgo de duración se ha reducido considerablemente y, por ende, la inversión en bonos de alta calidad crediticia y duración, que son los que más han sufrido por las subidas de tipos y la ampliación de los *spreads*.

Otro aspecto excepcionalmente inusual ha sido la ineficacia de la diversificación entre inversiones en bonos y acciones al experimentar estos dos componentes básicos caídas superiores al 10% de forma simultánea por primera vez en la historia (ver gráfico inferior). Las carteras tradicionales diversificadas, siendo la más conocida la cartera "60/40" (60% de acciones y 40% bonos) han ofrecido recurrentemente al menos el comportamiento positivo en uno de sus dos componentes. Las recetas clásicas de inversión se están viendo cuestionadas en el corto plazo como resultado de eventos extraordinarios que han propiciado cambios de gran magnitud en variables clave (energía, volatilidad, tipos de interés, confianza...) para las economías y los mercados.

La actual corrección está siendo especialmente dramática en los perfiles conservadores al situarse el epicentro en el mercado de bonos

Los activos de larga duración ya han ajustado en gran medida el cambio de paradigma en las políticas monetarias

La ineficacia reciente de la diversificación clásica entre bonos y bolsa añade otro factor de complejidad a la gestión las de inversiones

### Retornos anuales de un inversor en US\$ en renta variable (S&P500) y renta fija (Tesoros EE.UU.)

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 30/06/2022

Nunca en la historia reciente se ha producido un escenario tan adverso para un portfolio diversificado entre renta variable y renta fija



## 3.2 Foco en la gestión de la inflación

La evolución de la inflación como variable clave del sentimiento inversor será crítica en los próximos meses, siendo nuestro escenario central que se produzca un cambio de tendencia a finales del tercer trimestre. No obstante, como hemos analizado anteriormente, existe una probabilidad no insignificante de inflación más persistente si se mantienen las tensiones en los mercados energéticos de cara al invierno, en línea con los recientes recortes de suministro de gas por parte de Rusia.

El efecto del incremento de la inflación es directo y adverso en los activos con valor y rentabilidad nominal, tal y como hemos observado de forma abrupta en los últimos meses.

**Para reducir el riesgo de inflación, hay que aceptar ciertas dosis de riesgo de mercado al ser necesario adentrarse en el mundo de la inversión en activos reales.** Incrementar posiciones de liquidez protege de la volatilidad en el corto plazo, pero únicamente en términos nominales. La inversión en bonos ligados a inflación proporciona cierta cobertura en el medio plazo, pero es un instrumento complejo y con un elevado riesgo de duración que es necesario minimizar para que sea eficaz.

Algunos académicos sostienen que **la renta variable es una buena cobertura contra la inflación, ya que las empresas pueden acabar repercutiendo el aumento de los costes a los consumidores y los rendimientos reales de la renta variable han sido constantes a lo largo del tiempo.** Dicho esto, la inflación parece tener un efecto significativo en los precios de las acciones a corto plazo. En el gráfico inferior comprobamos que existe **una elevada correlación negativa entre los niveles de inflación y la valoración de la bolsa** en Estados Unidos. A medida que se incrementa el nivel de inflación los mercados tienden a exigir una mayor prima de riesgo a la inversión en acciones. Como consecuencia de ello los múltiplos de valoración (medidos en este caso a través de la ratio PER ajustada a ciclo, o PER de Shiller) tienden a deprimirse con el consiguiente ajuste de precios en la renta variable. Se puede ver también cómo los niveles actuales de múltiplos de beneficios en Estados Unidos se encuentran muy por encima de los niveles históricos y, de persistir niveles de inflación elevados, existe un riesgo elevado de corrección. Este ajuste es menor si los niveles de beneficios actuales pueden mantenerse (los márgenes actuales son mucho más elevados que la media de los últimos diez años).

Gestionar un entorno de elevada y creciente inflación es de una extrema complejidad en el corto plazo

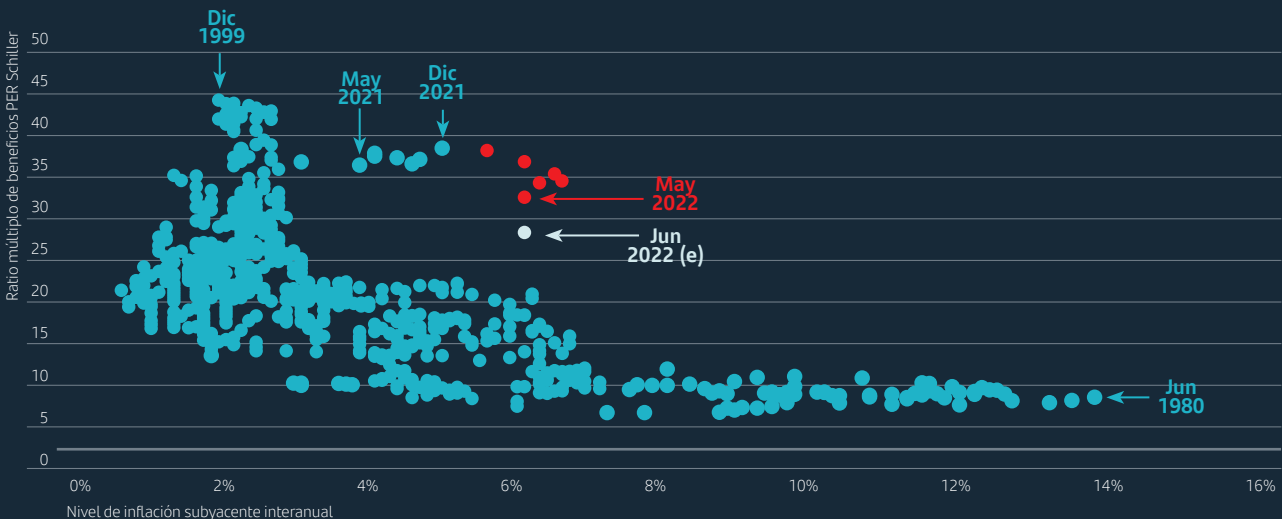
Existe cada vez más valor en la curva de tipos de interés, pero la inversión en bonos todavía puede ser volátil hasta que se aclare el horizonte inflacionario

La bolsa es un activo adecuado para protegerse de la inflación en el largo plazo, pero en el corto es susceptible de un ajuste en valoración

### Ratio precio-beneficio ajustada cíclicamente (CAPE Shiller ratio) e inflación subyacente en Estados Unidos

Fuente: <https://www.multip.com/shiller-pe> y Bloomberg. Datos a 30/06/2022

La correlación histórica entre inflación y valoración señala un riesgo de desinflación de múltiplos



### 3.3 A la espera del ajuste en beneficios

Si analizamos la caída de la renta variable en el primer semestre de 2022 observamos que prácticamente la totalidad del ajuste se ha debido a una contracción de múltiplos (se ha mantenido el nivel de beneficios, pero el mercado ha ajustado el nivel de valoración). En los gráficos inferiores podemos observar que, tanto para Estados Unidos como para Europa, **el mercado aún estima que las empresas puedan obtener un crecimiento de beneficios de doble dígito en 2022 y ligeramente inferior en 2023.**

**Desde principios de 2022, se han producido bastantes acontecimientos que podrían tener impacto sobre el crecimiento de los beneficios:** la ralentización del crecimiento implica una desaceleración de las ventas, la demanda de los consumidores se está debilitando en línea con el crecimiento negativo de los salarios reales, los precios de las materias primas se han disparado y las interrupciones del suministro se ven exacerbadas por los cierres en China y la invasión de Ucrania. Por último, la fortaleza del dólar estadounidense negativamente a los beneficios de las empresas multinacionales estadounidenses. **Todo ello apunta a un debilitamiento de la capacidad de generar beneficios en la segunda mitad del 2022.** Consideramos que en la estrategia de selección de valores y sectores en renta variable es necesario ser selectivo y enfocarse en las compañías con mayor capacidad de gestionar la compresión de márgenes en este entorno de desaceleración del crecimiento. Consideramos que el ajuste en términos de valoración de la bolsa ya refleja el efecto de la normalización de tipos de interés. El momento de sobreponderar agresivamente la renta variable se producirá cuando se ajusten también las expectativas de beneficios.

**Dentro de la renta fija consideramos que también tiene sentido reducir el nivel de exposición a los segmentos más sensibles al ciclo.** Dado que el endurecimiento de las condiciones financieras está en el horizonte, los bonos de alto rendimiento (*high yield*) pueden todavía experimentar caídas. Sin embargo, si analizamos las métricas que miden el grado de solidez de los balances corporativos, no apreciamos elevados riesgos a nivel general. A diferencia de otros ciclos, no ha habido grandes excesos de inversión en las empresas a nivel global. Pero la experiencia nos enseña que **en tiempos de desaceleración es mejor centrarse en emisores que puedan afrontar un repunte en los costes de financiación.**

La desaceleración a nivel macro no se ha traducido hasta la fecha en una rebaja de las expectativas de crecimiento de beneficios

Se acumulan los factores que ejercen una presión sobre el crecimiento de beneficios, por lo que esperamos revisiones a la baja en el segundo semestre

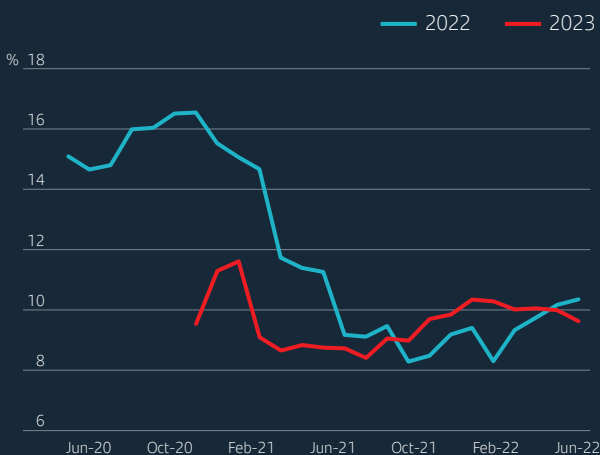
La fragilidad del crecimiento económico aconseja reducir algo de ciclicidad y tener menos exposición a crédito de menor calidad

#### Las compañías y analistas han mantenido el optimismo en las proyecciones de beneficios

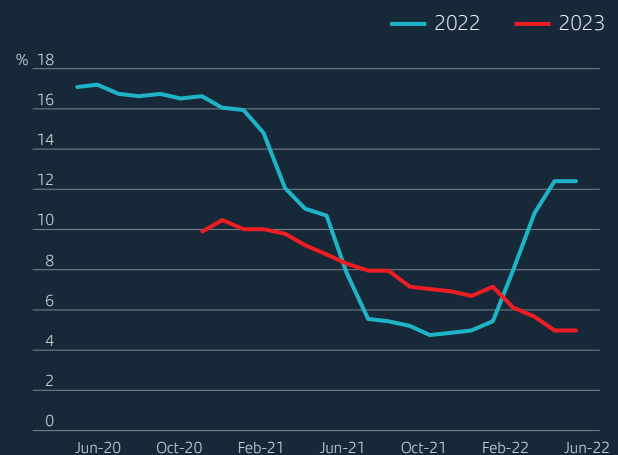
Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Datos a 30/06/2022

Esperamos una revisión a la baja en las estimaciones de resultados en línea con el nuevo entorno

S&P 500 - Crecimiento de beneficios



Stoxx 600 Europe - Crecimiento de beneficios



## 3.4 Tiempo de inversiones de calidad

En poco más de un trimestre hemos sufrido uno de los mayores choques geopolíticos y el mayor cambio de rumbo en políticas monetarias de las últimas décadas. Hay ahora mayor conciencia de los riesgos, los términos estanflación y recesión se han vuelto recurrentes en los comentarios de analistas y el mercado podría reaccionar muy positivamente en caso de materializarse sorpresas positivas. Pero, **en caso de que finalmente se produzca una recesión es probable que haya cesiones adicionales** en los mercados bursátiles (la caída media del S&P500 en mercados bajistas con recesión es superior al 30% según se observa en el gráfico inferior).

Este entorno aconseja centrar la inversión en acciones de calidad (“quality”) que típicamente cuentan con métricas financieras favorables y balances saneados. En períodos de recesión, estas acciones suelen batir al índice ya que tienen mayor capacidad de poder navegar aguas turbulentas. En las últimas cuatro recesiones las acciones de calidad globales han tenido mejor comportamiento que el índice tres meses antes y tres meses después del comienzo de una recesión. Otro segmento de la renta variable que históricamente ha tenido un mejor comportamiento relativo son **las compañías que pagan dividendos más elevados y tienen balances sólidos y flujos de caja resilientes**. Nuestra propuesta sería una estructura sectorial con foco en aquellos que continúen beneficiándose de un contexto reflacionista (financiero, industriales, materiales) o defensivo (farmacéutico). Por su capacidad de apalancamiento operativo, la madurez de sus flujos de caja y su valoración relativa, el sector energético sigue contando con notable atractivo. Los clientes con perfil de riesgo más conservador pueden obtener exposición a estas tendencias con estructuras que protegen parcialmente el capital.

El complejo escenario actual que afecta negativamente a la renta fija y variable implica la **necesidad de incorporar otros activos y estrategias para mantener una adecuada diversificación en las carteras**. Seguimos viendo valor en la diversificación en estrategias de retorno absoluto y vehículos que permitan la **inversión directa en el sector inmobiliario o en activos alternativos (private equity y private debt)** que puedan aprovechar la corrección en los mercados para posicionarse en compañías con perfil de crecimiento de cara al siguiente ciclo.

Consideramos conveniente abstenerse de aumentar el presupuesto de riesgo en las carteras hasta que se aclare la trayectoria de inflación y crecimiento

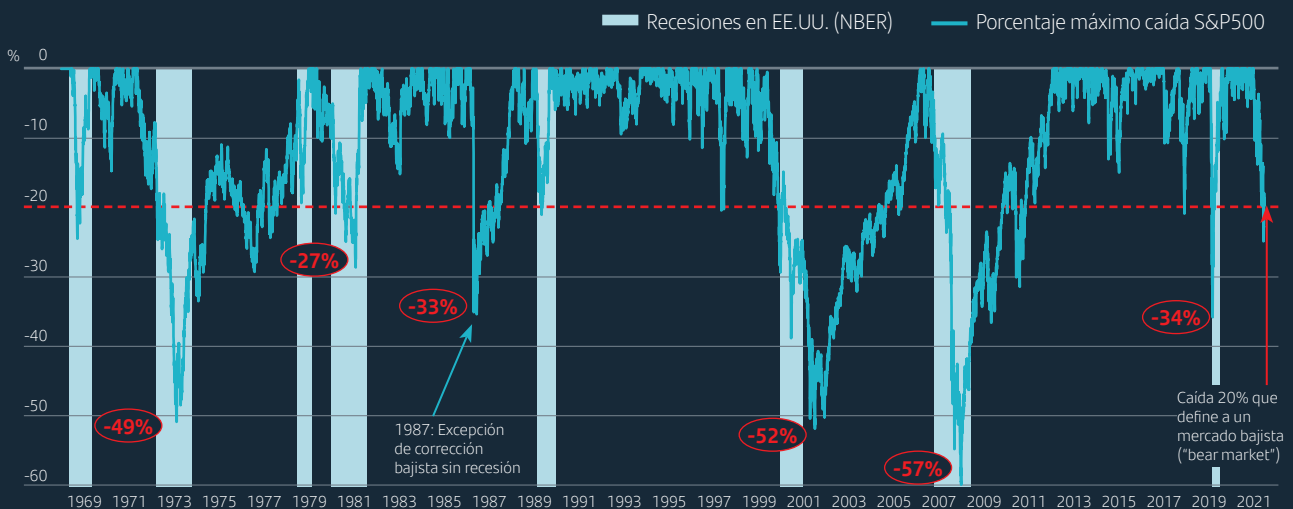
La elevada volatilidad y la creciente voluntad de los inversores de delimitar los escenarios de riesgo favorecen el uso de productos estructurados

La correlación positiva entre bonos y acciones exige mayores niveles de diversificación en activos alternativos y bienes reales

### Pérdida máxima del S&P 500 y períodos de recesión en Estados Unidos

Fuente: Bloomberg. Datos a 30/06/2022

Sólo en una ocasión en los últimos 50 años la bolsa ha caído más de 20% fuera de recesión



# Anexo tablas

## Rentabilidades principales activos en los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2022

	Rentabilidades							Rentabilidad anualizada		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD	3 Años	5 Años	10 Años
<b>Liquidez (USD) <sup>(1)</sup></b>	0,4%	1,0%	1,9%	2,2%	0,4%	0,1%	0,2%	0,6%	1,1%	0,7%
<b>Liquidez (EUR) <sup>(2)</sup></b>	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,2%	-0,5%	-0,4%	-0,2%
<b>R. Fija Global USD <sup>(3)</sup></b>	2,1%	7,4%	-1,2%	6,8%	9,2%	-4,7%	-13,9%	-3,2%	-0,6%	0,1%
<b>R. Fija USD <sup>(4)</sup></b>	2,6%	3,5%	0,0%	8,7%	7,5%	-1,5%	-10,3%	-0,9%	0,9%	1,5%
R. Fija Gobiernos (USD) <sup>(5)</sup>	1,1%	1,1%	1,4%	5,2%	5,8%	-1,7%	-5,8%	-0,3%	0,9%	1,0%
R. Fija Corporativos (USD) <sup>(6)</sup>	6,1%	6,4%	-2,5%	14,5%	9,9%	-1,0%	-14,4%	-1,0%	1,3%	2,6%
R. Fija High Yield (USD) <sup>(7)</sup>	17,1%	7,5%	-2,1%	14,3%	7,1%	5,3%	-14,2%	0,2%	2,1%	4,5%
<b>Renta Fija Euro <sup>(8)</sup></b>	3,3%	0,7%	0,4%	6,0%	4,0%	-2,9%	-12,1%	-3,7%	-0,9%	1,9%
R. Fija Gobiernos (EUR) <sup>(9)</sup>	3,2%	0,2%	1,0%	6,8%	5,0%	-3,5%	-12,3%	-3,6%	-0,6%	2,2%
R. Fija Corporativos (EUR) <sup>(10)</sup>	4,7%	2,4%	-1,3%	6,2%	2,8%	-1,0%	-11,9%	-3,3%	-0,9%	1,8%
R. Fija High Yield (EUR) <sup>(11)</sup>	6,5%	6,2%	-3,6%	12,3%	1,8%	4,2%	-14,3%	-1,8%	0,1%	4,4%
<b>R. Fija Emergente Global (USD) <sup>(12)</sup></b>	9,9%	8,2%	-2,5%	13,1%	6,5%	-1,7%	-17,1%	-3,5%	-0,3%	2,5%
R. Fija Emergente Latam (USD) <sup>(13)</sup>	16,3%	10,6%	-4,9%	12,3%	4,5%	-2,5%	-16,7%	-4,9%	-1,2%	1,8%
<b>MSCI World (USD)</b>	5,3%	20,1%	-10,4%	25,2%	14,1%	20,1%	-21,2%	5,3%	5,8%	7,5%
S&P 500 (USD)	9,5%	19,4%	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%	-20,6%	8,8%	9,3%	10,8%
MSCI Europe (EUR)	-0,5%	7,3%	-13,1%	22,2%	-5,4%	22,4%	-15,5%	1,7%	1,3%	4,6%
MSCI Emerging Markets (USD)	8,6%	34,3%	-16,6%	15,4%	15,8%	-4,6%	-18,8%	-1,7%	-0,2%	0,7%
MSCI Asia Pac. Ex Japan (USD)	6,8%	37,0%	-13,9%	19,2%	22,4%	-2,9%	-15,7%	2,1%	3,3%	5,3%
MSCI Latin America (USD)	27,9%	20,8%	-9,3%	13,7%	-16,0%	-13,1%	-4,2%	-10,5%	-4,3%	-5,3%

<sup>(1)</sup> Barclays Benchmark Overnight USD Cash Index; <sup>(2)</sup> Barclays Benchmark 3mEUR Cash Index; <sup>(3)</sup> Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index Value Un; <sup>(4)</sup> Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD; <sup>(5)</sup> Bloomberg Barclays US Intermediate Treasury TR Index Value Unhedged U; <sup>(6)</sup> Bloomberg Barclays US Corporate Total Return Value Unhedged USD; <sup>(7)</sup> Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Total Return Value Unhedged USD; <sup>(8)</sup> Bloomberg Barclays EuroAgg Total Return Index Value Unhedged EUR; <sup>(9)</sup> Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR; <sup>(10)</sup> Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EU; <sup>(11)</sup> Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate High Yield TR Index Value Unhedged; <sup>(12)</sup> Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Value Unhedged; <sup>(13)</sup> Bloomberg Barclays Emerging Markets Latam Total Return Value Unhedged USD.

## Renta Variable

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2022

		Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidades			Rentabilidad anualizada			
			12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años
<b>EEUU</b>	S&P 500	3.785		1.379		4.766	16,3%	26,9%	-20,6%	-11,9%	8,5%	9,3%	10,8%
	DOW JONES INDUS.	30.775		13.009		36.338	7,2%	18,7%	-15,3%	-11,9%	4,8%	7,6%	9,1%
	NASDAQ	11.029		2.940		15.645	43,6%	21,4%	-29,5%	-24,8%	10,9%	12,4%	14,2%
<b>Europa</b>	Stoxx 50	3.450		2.479		3.818	-8,7%	22,8%	-9,7%	-3,0%	2,5%	2,0%	3,8%
	Zona Euro (EuroStoxx)	3.455		2.326		4.298	-5,1%	21,0%	-19,6%	-15,5%	-0,4%	0,1%	4,3%
	España (IBEX 35)	8.099		6.452		11.521	-15,5%	7,9%	-7,1%	-6,7%	-4,4%	-5,0%	1,3%
	Francia (CAC 40)	5.923		3.292		7.153	-7,1%	28,9%	-17,2%	-10,4%	2,1%	3,0%	6,4%
	Alemania (DAX)	12.784		6.772		15.885	3,5%	15,8%	-19,5%	-17,8%	0,7%	0,7%	7,1%
	Reino Unido (FTSE 100)	7.169		5.577		7.749	-14,3%	14,3%	-2,9%	1,9%	-1,5%	-0,4%	2,6%
	Italia (MIB)	21.294		13.891		27.347	-5,4%	23,0%	-22,1%	-16,0%	0,1%	0,7%	4,1%
	Portugal (PSI 20)	6.045		3.945		7.608	-6,1%	13,7%	8,5%	20,2%	5,2%	3,2%	2,6%
	Suiza (SMI)	10.741		6.388		12.876	0,8%	20,3%	-16,6%	-11,4%	2,5%	3,8%	5,9%
<b>LatAm</b>	México (MEXBOL)	47.524		34.555		56.537	1,2%	20,9%	-10,8%	-6,6%	3,0%	-1,0%	1,7%
	Brasil (IBOVESPA)	98.542		40.406		126.802	2,9%	-11,9%	-6,0%	-19,1%	-0,9%	9,4%	6,1%
	Argentina (MERVAL)	88.450		2.323		92.288	22,9%	63,0%	5,9%	34,0%	28,7%	32,2%	43,8%
	Chile (IPSA)	4.950		3.439		5.855	-10,5%	3,1%	14,9%	16,4%	-0,7%	0,8%	1,2%
<b>Asia</b>	Japón (NIKKEI)	26.393		8.695		29.453	16,0%	4,9%	-8,3%	-3,3%	6,7%	5,7%	11,4%
	Hong-Kong (HANG SENG)	21.860		19.112		32.887	-3,4%	-14,1%	-6,6%	-15,8%	-8,5%	-3,2%	1,2%
	Corea (KOSPI)	2.333		1.755		3.297	30,8%	3,6%	-21,7%	-27,2%	3,1%	-0,5%	2,3%
	India (Sensex)	53.019		17.236		59.307	15,8%	22,0%	-9,0%	0,8%	10,1%	11,4%	11,8%
	China (CSI)	4.485		2.140		5.352	27,2%	-5,2%	-9,2%	-6,8%	4,5%	4,1%	6,2%
<b>Mundo</b>	MSCI WORLD	2.546		1.251		3.232	14,1%	20,1%	-21,2%	-17,0%	5,1%	5,8%	7,5%



## Renta Variable por Estilo y por Sectores

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años		Rentabilidades			Rentabilidad anualizada				Ratios			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años	PE Ratio	Dividend Yield	
	MSCI World	2.546		1.251		3.232	14,1%	20,1%	-21,2%	-15,6%	5,1%	5,8%	7,5%	14,92	2,24
<b>Estilo</b>	MSCI World High Dividend Yield	1.303		884		1.447	-3,0%	12,6%	-10,0%	-6,8%	1,5%	2,4%	4,2%	12,20	3,89
	MSCI World Momentum	3.021		1.061		3.978	28,3%	14,6%	-22,8%	-17,5%	6,4%	10,1%	11,2%	11,73	2,86
	MSCI World Quality	3.085		1.063		4.058	22,2%	25,7%	-24,0%	-16,1%	9,4%	11,0%	11,5%	17,44	1,90
	MSCI World Minimum Volatility	4.146		1.898		4.730	2,6%	14,3%	-12,3%	-6,5%	2,9%	5,9%	8,4%	17,65	2,36
	MSCI World Value	10.388		5.039		11.827	-1,2%	21,9%	-12,2%	-6,6%	4,3%	4,7%	7,6%	11,39	3,38
	MSCI World Small Cap	539		232		705	16,0%	15,8%	-22,6%	-22,0%	4,0%	4,8%	8,8%	14,17	2,33
	MSCI World Growth	6.901		2.457		9.693	33,8%	21,2%	-28,8%	-22,4%	8,2%	10,0%	11,0%	22,28	1,03
	<b>Sector</b>	Energía	381		164		448	-31,5%	40,1%	24,0%	5,8%	-1,8%	0,9%	0,3%	6,97
Materiales		474		229		590	19,9%	16,3%	-17,5%	4,5%	13,5%	10,9%	7,8%	8,95	4,29
Industriales		398		177		509	11,7%	16,6%	-21,8%	3,9%	11,4%	9,5%	11,2%	15,25	2,28
Consumo Discrecional		405		141		595	36,6%	17,9%	-31,9%	7,0%	19,7%	16,5%	15,5%	18,73	1,41
Consumo Básico		419		204		465	7,8%	13,1%	-9,8%	7,5%	9,1%	7,2%	8,9%	19,87	2,64
Salud		465		149		518	13,5%	19,8%	-10,3%	9,0%	14,9%	12,2%	13,5%	16,49	1,74
Financiero		212		97		263	-2,8%	27,9%	-17,5%	5,9%	10,4%	7,6%	10,4%	10,91	3,49
Tecnología		479		103		682	43,8%	29,8%	-29,7%	14,8%	28,9%	25,8%	20,9%	20,79	1,09
Inmobiliario		416		247		517	-5,0%	28,7%	-19,7%	10,2%	8,8%	8,4%	8,1%	24,17	3,32
Servicios de comunicación		147		86		220	23,0%	14,4%	-27,8%	-2,0%	15,2%	11,2%	9,2%	15,53	1,52
Servicios Públicos		307		154		331	4,8%	9,8%	-6,2%	10,1%	7,8%	8,1%	7,7%	17,98	3,47

## Bonos Soberanos

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2022

	Rating (S&P)	Tipo de interés			Variación 12 meses	Rango últimos 10 años			10 años			Pendiente 10-2 años
		B. Central*	2 años	10 años		Mínimo	Rango	Máximo	YTD	A 1 año		
<b>Desarrollados</b>												
EEUU	AA+	1,75%	2,95%	3,01%		0,53%		3,14%	150	179	0,06	
Alemania	AAA	-0,50%	0,65%	1,34%		-0,70%		1,93%	151	180	0,69	
Francia	AA	-0,50%	0,55%	1,92%		-0,40%		2,56%	172	202	1,36	
Italia	BBB	-0,50%	1,20%	3,26%		0,54%		6,08%	209	264	2,07	
España	A	-0,50%	0,97%	2,42%		0,05%		6,86%	186	216	1,45	
Reino Unido	AA	1,25%	1,84%	2,23%		0,10%		3,02%	126	166	0,39	
Grecia	BB+	-0,50%	n.d.	3,62%		0,61%		25,46%	228	301	n.d.	
Portugal	BBB	-0,50%	0,98%	2,42%		0,03%		11,20%	195	224	1,43	
Suiza	AAA	-0,25%	0,03%	1,02%		-1,05%		1,06%	117	142	0,99	
Polonia	A-	6,00%	7,84%	6,90%		1,15%		6,90%	325	522	-0,94	
Japón	A+	-0,10%	-0,06%	0,23%		-0,27%		0,86%	16	21	0,29	
<b>Emergentes</b>												
Brasil	BB-	13,25%	13,51%	13,07%		6,49%		16,51%	223	352	-0,44	
México	BBB	7,75%	9,39%	9,05%		4,49%		9,16%	148	215	-0,34	
Chile	A	9,00%	#N/A N/A	#N/A N/A		2,19%		6,26%	n.d.	n.d.	n.d.	
Argentina	CCC+	52,00%	n.d.	n.d.		0,00%		0,00%	n.d.	n.d.	n.d.	
Colombia	BB+	7,50%	10,10%	11,55%		4,85%		11,55%	335	n.d.	1,44	
Turquía	B+	14,00%	23,14%	n.d.		6,21%		23,00%	n.d.	n.d.	n.d.	
Rusia	NR	9,50%	#N/A N/A	n.d.		5,55%		15,99%	n.d.	n.d.	n.d.	
China	A+	2,86%	2,25%	2,82%		2,51%		4,58%	4	-4	0,57	
India	BBB-	4,90%	6,53%	7,45%		5,84%		8,86%	99	125	0,92	

\* Tipo de intervención, salvo en los países de la Zona Euro, donde se emplea la facilidad marginal de depósito.

## Divisas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Datos a 30 de junio de 2022

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años				Rentabilidad anualizada			
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	YtD	1 año	3 años	5 años	10 años
EUR/USD	1,0484		1,05		1,39	8,5%	13,5%	2,8%	1,8%	1,9%
EUR/GBP	0,86		0,70		0,92	-2,3%	-0,1%	1,3%	0,4%	-0,7%
EUR/CHF	1,00		1,00		1,24	3,6%	9,5%	3,5%	1,8%	1,8%
EUR/JPY	142		96		148	-8,0%	-7,6%	-4,8%	-2,0%	-3,4%
EUR/PLN	4,70		4,04		4,70	-2,4%	-3,8%	-3,3%	-2,0%	-1,1%
GBP/USD	1,22		1,22		1,71	11,1%	13,6%	1,4%	1,3%	2,6%
USD/CHF	0,96		0,88		1,03	-4,4%	-3,6%	0,7%	0,0%	-0,1%
USD/JPY	136		78		136	-15,2%	-18,6%	-7,4%	-3,7%	-5,2%
USD/MXN	20,12		12,13		24,17	2,0%	-1,5%	-1,5%	-2,2%	-4,0%
USD/ARS	125,22		4,59		125,22	-18,0%	-23,6%	-30,3%	-33,3%	-28,3%
USD/CLP	918		471		918	-7,2%	-20,7%	-9,6%	-6,2%	-5,7%
USD/BRL	5,26		1,98		5,75	6,1%	-5,7%	-9,9%	-8,9%	-9,2%
USD/COP	4.155		1.763		4.155	-1,8%	-9,3%	-8,2%	-6,0%	-8,1%
USD/CNY	6,70		6,05		7,16	-5,1%	-3,5%	0,8%	0,3%	-0,5%
EUR/SEK	10,72		8,34		10,93	-4,0%	-5,4%	-0,5%	-2,0%	-2,0%
EUR/NOK	10,32		7,29		11,48	-2,9%	-1,3%	-2,1%	-1,5%	-3,1%

## Materias primas

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

	Último precio	Variación	Rango últimos 10 años			Rentabilidad			Rentabilidad anualizada		
		12 meses	Mínimo	Rango	Máximo	2020	2021	YtD	3 años	5 años	10 años
Petróleo (Brent)	115,0		21		120	-23,0%	51,4%	48,5%	21,3%	35,0%	5,9%
Petróleo (W. Texas)	105,8		19		115	-20,5%	58,7%	37,4%	21,8%	33,0%	7,6%
Oro	1.807,3		1.060		1.971	24,4%	-3,5%	-1,2%	8,5%	13,2%	4,1%
Cobre	8.258,0		4.561		10.375	25,8%	25,2%	-15,0%	11,3%	11,6%	2,4%
Índice CRB	291,1		117		317	-9,7%	38,5%	25,3%	17,2%	19,2%	0,8%
Rogers International	3.934,2		1.560		4.345	-7,7%	41,1%	23,1%	18,4%	22,6%	4,6%
Gas Natural	248,3		30		306	-7,7%	315,9%	61,3%	77,7%	82,7%	n.d.

# "Tabla periódica" de rentabilidades de activos\*

Activo	Índice de referencia	Rentabilidad anual de los principales activos										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YTD
RV EE.UU.	S&P 500 TR	20,9% RV Japón	54,4% RV Japón	16,7% Gobierno España	12,1% RV Japón	14,8% HY Global	37,3% RV Emergente	2,6% Gobierno España	31,5% RV EE.UU.	18,4% RV EE.UU.	38,5% Materias Primas	25,7% Materias Primas
RV Japón	Topix TR	19,3% HY Global	32,4% RV EE.UU.	13,7% RV EE.UU.	6,4% RV Europa	12,0% RV EE.UU.	22,4% RV Mundial	2,4% Gobierno Zona Euro	28,2% RV Europa	18,3% RV Emergente	28,7% RV EE.UU.	-0,2% Liquidez
RV España	Ibex35 TR	18,2% RV Emergente	27,8% RV España	10,3% Gobierno Zona Euro	1,6% Gobierno España	11,2% RV Emergente	22,2% RV Japón	-0,4% Liquidez	27,7% RV Mundial	15,9% RV Mundial	23,2% RV Europa	-4,8% RV Japón
RV Emergentes	MSCI EM TR	18,1% RV Europa	26,7% RV Mundial	10,3% RV Japón	1,4% RV EE.UU.	9,7% Materias Primas	21,8% RV EE.UU.	-1,2% IG Europa	18,4% RV Emergente	8,0% HY Global	21,8% RV Mundial	-5,3% RV España
RV Europa	Eurostoxx50 TR	16,0% RV EE.UU.	21,5% RV Europa	8,6% RV España	0,3% Gobierno Zona Euro	7,5% RV Mundial	11,3% RV España	-3,3% HY Global	18,1% RV Japón	7,4% RV Japón	12,7% RV Japón	-11,2% Gobierno Zona Euro
Materias Primas	Commodity RB TR	15,8% RV Mundial	11,0% Gobierno España	8,3% IG Europa	-0,1% Liquidez	4,8% IG Europa	10,2% HY Global	-4,4% RV EE.UU.	16,6% RV España	4,4% Gobierno España	10,8% RV España	-11,9% Gobierno España
RV Mundial	MSCI World TR	13,2% IG Europa	8,0% HY Global	4,9% RV Mundial	-0,5% IG Europa	4,2% Gobierno España	9,2% RV Europa	-8,7% RV Mundial	13,7% HY Global	3,0% Gobierno Zona Euro	1,4% HY Global	-12,3% IG Europa
IG Europa	ERLO TR	5,5% Gobierno España	2,3% IG Europa	4,0% RV Europa	-0,9% RV Mundial	4,0% Gobierno Zona Euro	2,5% IG Europa	-10,7% Materias Primas	11,8% Materias Primas	2,7% IG Europa	-0,5% Liquidez	-16,7% HY Global
Liquidez EUR	Eonia TR	4,6% Gobierno Zona Euro	0,1% Liquidez	0,1% Liquidez	-3,5% RV España	3,7% RV Europa	1,7% Materias Primas	-11,5% RV España	8,6% Gobierno España	-0,5% Liquidez	-1,1% IG Europa	-17,6% RV Emergente
HY Global	HW00 TR	2,8% RV España	-2,3% Gobierno Zona Euro	-0,1% HY Global	-4,2% HY Global	2,6% RV España	1,1% Gobierno España	-12,0% RV Europa	6,3% IG Europa	-3,2% RV Europa	-2,5% RV Emergente	-17,9% RV Europa
Gobierno España	ESPAÑA 10 YR	0,2% Liquidez	-2,6% RV Emergente	-2,2% RV Emergente	-14,9% RV Emergente	0,3% RV Japón	-0,4% Liquidez	-14,6% RV Emergente	3,0% Gobierno Zona Euro	-9,3% Materias Primas	-2,7% Gobierno Zona Euro	-20,0% RV EE.UU.
Gobierno Zona Euro	ALEMANIA 10 YR	-3,3% Materias Primas	-5,0% Materias Primas	-17,9% Materias Primas	-23,4% Materias Primas	-0,3% Liquidez	-1,4% Gobierno Zona Euro	-16,0% RV Japón	-0,4% Liquidez	-12,7% RV España	-3,1% Gobierno España	-20,5% RV Mundial

↑  
Rentabilidad  
↓

\*Datos a 30 de junio de 2022.

Índices de rentabilidad total, incorporan cambios en los precios de las acciones, pagos de dividendos y otros tipos de remuneración a los accionistas. El índice refleja así el efecto que estos pagos tienen en una cartera que sigue el índice.

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

# Equipo Global Responsables de Inversiones Santander Private Banking




 Álvaro Galiñanes, CEFA

 Alfonso García Yubero, CIIA,  
CEFA, CESGA

 Felipe Arrizubieta

 Manuel Pérez Duro

 Nicolás Pérez de la Blanca,  
CFA, CAIA

 Carlos Shteremberg, CFA

 José Rodríguez, CFA

 Michelle Chan

 Gustavo Schwartzmann

 Priscila Deliberalli

 Fernando Buendía

 Pablo Figueroa

 Fernando Bustamante

 Eduardo Gibbs

 Paulo Nogueira Teixeira

 Carlos Mansur

 Ben Covey

 Juan de Dios Sánchez-Roselly, CFA

 Cristina González Iregui

## Aviso legal importante:

El presente informe ha sido elaborado por Santander Wealth Management & Insurance Division, una unidad de negocio global de Banco Santander, S.A. ("WM", junto con Banco Santander, S.A. y sus filiales serán denominadas en adelante, "Santander"). Contiene pronósticos económicos e información recopilada de varias fuentes. La información contenida en el presente informe puede haber sido recopilada de terceros. Todas estas fuentes se consideran fiables, si bien la exactitud, integridad o actualización de esta información no está garantizada, ni de forma expresa ni implícita, y está sujeta a cambios sin previo aviso. Las opiniones incluidas en este informe no deben considerarse irrefutables y pueden diferir, o ser de cualquier forma inconsistentes o contradictorias con las opiniones expresadas, bien sea de forma oral o escrita, o con las recomendaciones o decisiones de inversión adoptadas por otras unidades de Santander.

El presente informe no ha sido preparado y no debe ser considerado en función de ningún objetivo de inversión. Ha sido realizado con fines exclusivamente informativos. Este informe no constituye una recomendación, asesoramiento de inversión, oferta o solicitud de compra o venta de activos, servicios, contratos bancarios o de otro tipo, o cualesquiera otros productos de inversión (conjuntamente llamados "Activos Financieros"), y no debe ser considerado como base única para evaluar o valorar los Activos Financieros. Asimismo, la simple puesta a disposición del mismo a un cliente o cualquier tercero, no implica la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión u oferta del mismo.

Santander no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este informe sobre los mercados o los Activos Financieros, incluyendo en relación con su rendimiento actual y futuro. Cualquier referencia a resultados pasados o presentes no deberá interpretarse como una indicación de los resultados futuros de los mencionados mercados o Activos Financieros. Los Activos Financieros descritos en este informe pueden no ser aptos para su distribución o venta en determinadas jurisdicciones o para ciertas categorías o tipos de inversores.

Salvo en los casos en los que así se indique de forma expresa en los documentos jurídicos de un determinado Activo Financiero, éstos no son, y no serán, asegurados ni garantizados



por ninguna entidad gubernamental, incluyendo el *Federal Deposit Insurance Corporation*. No representan una obligación de Santander ni están garantizados por dicha entidad y pueden estar sujetos a riesgos de inversión. Entre los riesgos cabe mencionar, a título enunciativo y no limitativo, riesgos de mercado y de tipos de cambio, de crédito, de emisor y contrapartida, de liquidez y de posibles pérdidas en la inversión principal. Se recomienda a los inversores consultar con sus asesores financieros, legales y fiscales, así como con cualquier otro asesor que consideren necesario a efectos de determinar si los Activos Financieros son apropiados en base a sus circunstancias personales y situación financiera. Santander y sus respectivos consejeros, representantes, abogados, empleados o agentes no asumen ningún tipo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño relacionado o que pueda surgir del uso de todo o de parte de este informe.

En cualquier momento, Santander (o sus empleados) pueden tener posiciones alineadas o contrarias a lo establecido en este informe para los Activos Financieros, comprar o vender Activos Financieros como principal o agentes, o prestar servicios de asesoramiento o de otro tipo al emisor de un Activo Financiero o a una sociedad vinculada con el emisor de los mismos.

La información contenida en esta presentación es confidencial y pertenece a Santander. Este informe no puede ser reproducido entera o parcialmente, distribuido, publicado o entregado, bajo ninguna circunstancia, a ninguna persona, ni se debe emitir información u opiniones sobre este informe sin que sea previamente autorizado por escrito, caso por caso, por WM.

Cualquier material de terceros (incluidos logotipos y marcas comerciales) ya sea literario (artículos / estudios / informes / etc. o extractos de los mismos) o artístico (fotos / gráficos / dibujos / etc.) incluido en este informe / publicación está registrado a nombre de sus respectivos propietarios y sólo se reproducen de acuerdo con prácticas leales en materia industrial o comercial.



Taking your wealth beyond  
[www.santanderprivatebanking.com](http://www.santanderprivatebanking.com)  
  @santanderpb